



# 국제정합성 관점의 자본시장 규제

---

선임연구위원 남길남

# 목 차

---

**1** 문제제기

**2** 시장접근성 이슈

**3** 규제예측성 이슈

**4** 국제정합적 규제 방향

# 1. 문제제기

# 자본시장 개방 30년과 외국인 투자 현황

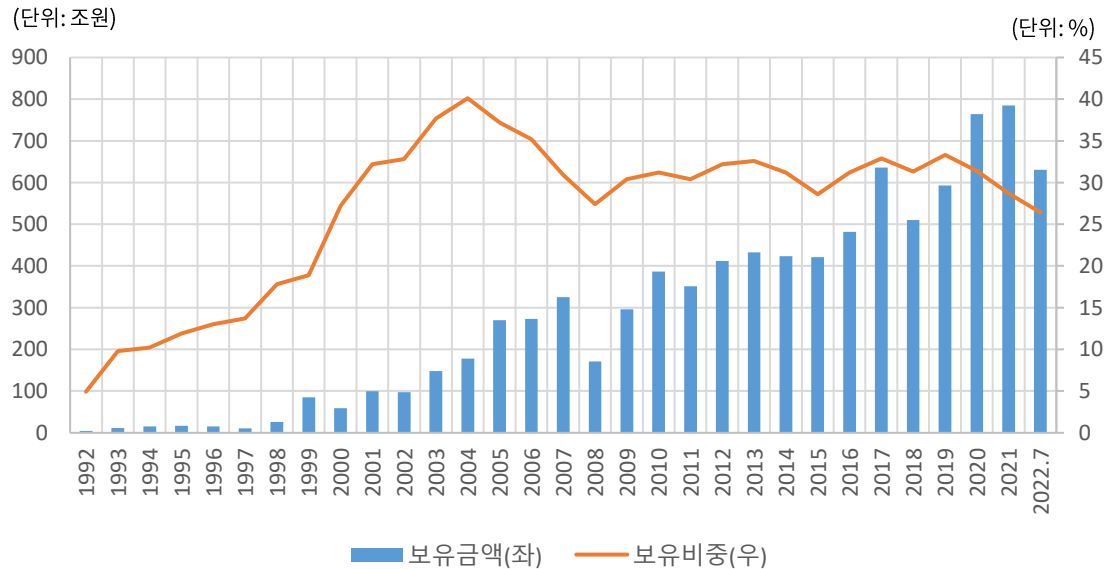
- 1992년부터 자본시장 단계적 개방하여 30년 경과하였으나 아직 신흥시장 잔류

- › 1998년 5월, 일부 공공법인 제외하고 외국인 주식투자 한도 폐지
  - › MSCI 지수 분류에서 한국은 신흥시장 범주를 벗어나지 못하고 있음

- 또한 외국인 투자 비중은 팬데믹 기간 뚜렷한 감소세로 전환

- › 외국인 투자 비중은 40.1%('04)를 정점으로 33.3%('19)이래 26.4%('22.7)까지 하락

외국인 투자자 상장주식 보유금액 및 보유비중 추이



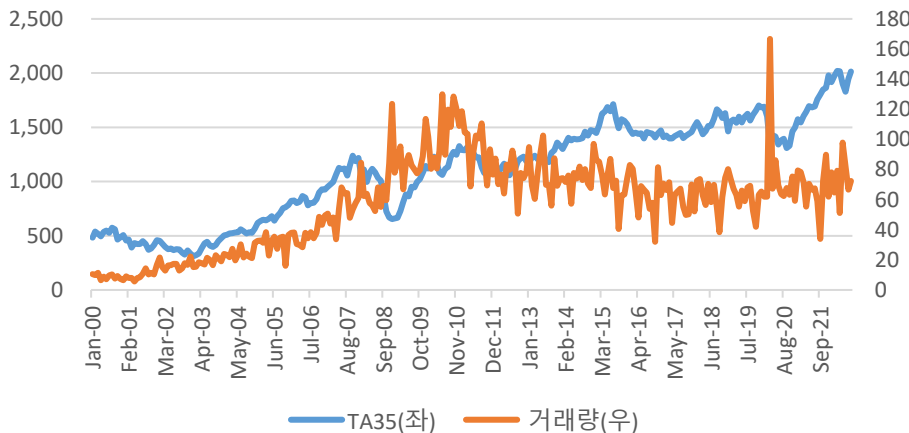
자료: 금융감독원

# MSCI 선진국 지수 편입과 국제정합적 규범

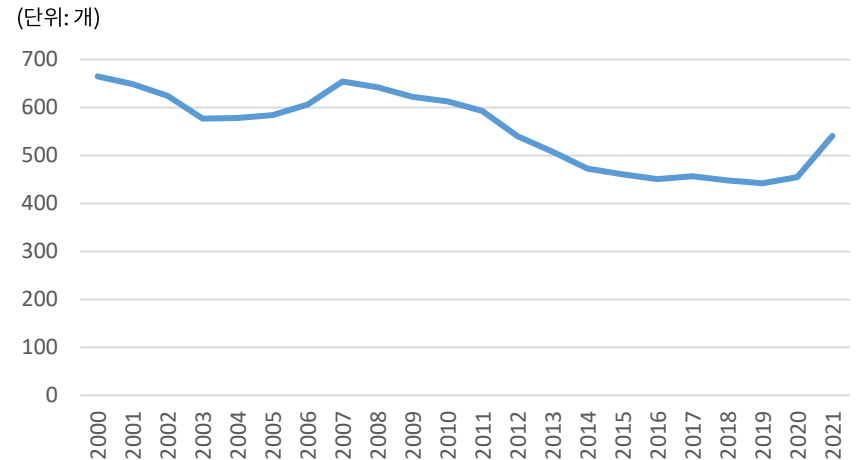
## ○ MSCI 선진국 지수 편입 자체가 외국인 투자자 유입 보장하지 못함

- › 2010년 이스라엘은 선진국 지수로 편입되나 주가지수는 횡보, 거래량과 상장기업 수는 최근까지 하락

TA35지수 및 전체주식거래량 추이



텔아비브거래소 상장기업 수 추이



자료: Bloomberg

## ○ 선진국 시장에 걸맞는 국제적 거래 관행과 규범 정립이 중요함

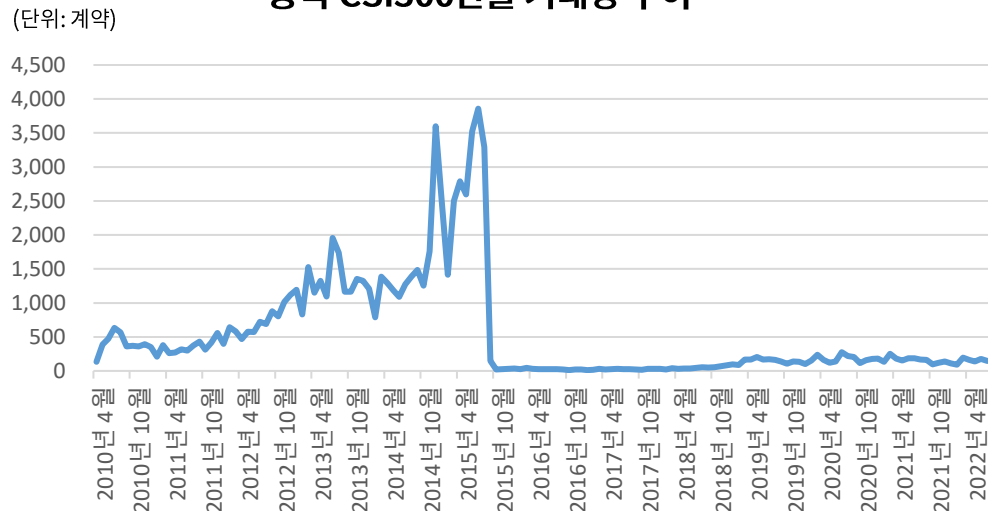
- › 이스라엘의 선진국 지수 편입이 외국인 투자자 관심을 끌지 못한 주된 이유로 중동지역 구분과 일요일 거래 관행 거론(FT, Reuter)

# 시장접근성 및 규제예측성 원칙

## ○ 국제적으로 단일 모범규범이 존재하지 않지만 시장접근성 및 규제예측성/투명성 확대 방향으로 자본시장 규범 발전

- > 금융선진국들도 분노한 대중, 외국인 공포 등에 의해 다수의 비원칙적인 규제 수립 전례
  - 미국: 1955년, 양파 파동과 선물시장 불공정거래로 농민 분노가 커지자 양파를 선물의 기초자산으로 삼는 것을 금지하는 ‘양파선물법’ 제정(대중 여론)
  - 프랑스: 2006년, 펩시의 다농 인수시도에 대응하여 적대적 인수합병 어렵게 한 ‘다농법’ 제정(경제민족주의)
- > 신흥시장 규제 특징은 일방적이고 예측하기 어려운 시장조치 남용
  - 2015년 6월, 중국, 개인투자자 보호 명분으로 CSI300 선물 증거금 갑자기 2~4배 인상 직후, 거래량 99% 감소

중국 CSI300선물 거래량 추이



자료: Bloomberg

## 2. 시장접근성 이슈

# 1. 경직적인 외국인투자등록(IRC)제도

- (현황) 상장 기간산업 주식의 외국인 취득 한도 관리 및 외국인 거래 동향 파악 목적 등을 위해 외국인의 인적사항을 금융감독원에 사전 등록
  - › 자본시장법, 전기통신사업법, 방송법 등에서 외국인 취득에 제한이 있는 국가기간산업 지정
    - 한국전력, 한국가스공사, 대한항공, SK텔레콤, KT, LG유플러스 등 33개 법인('21년말)
- (문제점) 증권거래에 통합계좌(옴니버스계좌)를 이용하는 국제적 관행과 상충
  - › 2016년 옴니버스계좌를 허용하였으나 IRC 계좌 단위로 후선업무가 처리되어 통합계좌 활용 제한적, 사전관리로 인한 경직적 제도 운영, 포지션 노출에 대한 우려 등으로 외국인에 대한 시장접근 제한 기능
    - 외국인의 기간산업 투자 제한은 미국, 영국, 프랑스 등 주요국에서도 운영되고 있으나 사후 관리 수준
    - 외국인ID 등록자는 지속적으로 증가하여 51,185명('21년말)에 이르고 있어 개별 관리가 용이하지 않으며 ID발급 기간이 일정하지 않다는 불만도 존재
- (개선방향) 사후관리 전환, 옴니버스계좌 활용 후선업무까지 확장, 합리적 ID 부여 방안 모색
  - › 외국인 투자한도를 사후관리로 전환하고 옴니버스계좌 단위로 후선업무 처리 허용 필요
  - › 국제적으로 통용되는 방식으로 기존 ID를 대체하는 방안 모색 필요

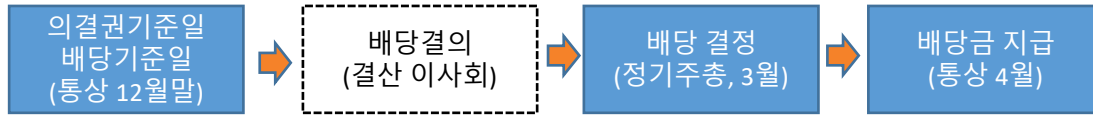


## 2. 과도한 최소자본금 또는 지분 제한 요건

- (현황) 금융투자업 진입 시 최소 자본금 설정하여 서비스 제공 안정성 보장, 다자간매매체결회사(ATS) 지분 한도는 공공성 강화 목적
  - › 자본시장법 제정으로 금융투자업 단위별 요구 자기자본에 대해 add-on 방식 도입
  - › 다자간매매체결회사(ATS) 투자 시 15% 한도 설정
    - 단, 집합투자기구, 정부, 금융위원회 승인 등 15% 초과 소유 인정
- (문제점) 금융투자업 요구 자기자본 국제적으로 높은 수준이며, ATS 설립시 지분 제한도 예외적 규제
  - › 일반투자자 대상 증권 투자매매업에 대한 최소 자본금: 한국(500억원), 일본(장외파생상품포함, 5천만엔), 홍콩(1천만 HKD), 싱가포르(500만 SGD)
    - 시장조성자 전문성을 갖추어도 투자매매업 인가 및 거래소 회원 자격 미충족으로 시장조성자가 되지 못하는 경우 발생
  - › 미국 및 유럽 등에서는 ATS를 브로커-딜러 업무로 정의하고 추가적인 자기자본 요건이나 지분한도 설정하지 않고 있음
- (개선방향) 최소자본금 또는 지분 제한 적정성 검토 필요
  - › 시장 진입을 용이하게 만듦으로써 경쟁 촉진 필요성

# 3. 독특한 배당 지급관행

- (현황) 상장법인의 배당결정은 배당기준일 이후 3개월 이내 결정
  - › 12월 결산법인: 통상 12월말 배당기준일, 3월 정기주총에서 배당결정



- (문제점) 배당금 먼저 결정하고 배당기준일 나중에 결정하는 국제적 관행과 차이로 시장접근성 하락
  - › 미국, 독일, 영국, 프랑스 등 이사회·주총에서 배당결의 후 배당기준일 결정(일본 예외)

주요국 배당 지급관행

국가	배당승인	배당기준일
미국	이사회	이사회 결의 후 (이사회에서 배당결의 및 배당기준일 결정) 배당기준일 후 60일 내 배당 지급 (델라웨어주)
독일	주총	주총일 후 2영업일, 주총에서 2영업일 이후의 날로 지정 가능
영국	주총	주총일 이전 또는 이후로 지정 가능, 회사별 결정
프랑스	주총	주총일 이후 근접일
일본	주총	한국과 동일

자료: KRX 취합

- (개선방향) 배당 지급관행을 국제 관행과 일치하도록 개선 필요
  - › 배당에 대한 시장 판단을 통해 배당 확대 도모

## 4. 제한적 영문공시 및 영문 금융행정 서비스

- (현황) 상장기업의 영문 공시 비중 아직 낮은 수준, 영문 금융행정 서비스도 제한적
  - › 유가증권시장 영문 공시 비중은 2020년 4.7%, 2021년 8.4% 불과
    - 영문 공시 상장기업 수는 2020년 82개에서 2021년 113개로 37.8% 증가
- (문제점) 제한적 영문공시와 영문 금융행정 서비스 → 외국인 투자자의 정보 접근 제약
  - › 거래소의 번역 지원 사업으로 영문공시가 증가하고 있으나 아직 영문공시 미발표 KOSPI200 편입기업 존재
  - › 외국계 금융회사, 감독당국에 제출하는 각종 보고서의 영문 양식 부재로 인한 어려움 호소
    - 예, 순매도 포지션 보고서, 5% 공시 보고서 등
- (개선방향) 영문공시 비중의 대폭 확대 및 영문 보고양식/설명자료 배포 노력 필요
  - › 일본 사례: 금융청·재무국 합동으로 영어로 관련 업무를 보는 ‘금융시장 진입 사무소’ 운영(‘21.1)
    - 영어로 등록 사전상담(‘20.11)
  - › 중국 사례: 상하이증권거래소 커황판(star board)은 이상매매 가이드라인 등 시장조치시 영문자료 발간

# 5. 획일적인 파생상품시장 기본예탁금 운영

- (현황) 국내 장내파생상품시장은 2010년대 초까지 세계 1위(거래량 기준)였으나 개인투자자 보호 이슈가 사회적으로 부각되면서 규제 강화로 성장 정체
  - › 기본예탁금 인상, 의무교육이수, 모의거래참여 도입
    - 옵션승수 인상
- (문제점) 개인투자자의 국내 파생상품시장 진입이 어려워지면서 해외 파생상품 또는 기타 국내외 레버리지 상품 거래 대폭 증가 → 기존 규제의 적정성 점검 필요
  - › 팬데믹 이후 국내 장내파생상품 거래량의 유의한 증가는 관측되지 않았으나 해외 선물, 해외 3배 레버리지 ETF 등 해외 고위험상품 거래 급증
  - › 개인투자자의 시장 참여 기준을 기본예탁금에 근거하는 것은 개인별 차이를 고려하지 않은 획일적 규제
    - 1996년 KOSPI200선물 도입 시 일본 Nikkei225선물 기본예탁금 제도 참조하여 채택하였으나 일본은 1997년 폐지하였으며 중국이 유일하게 제도 유지(CFFEX, 50만위안)
- (개선방향) 기본예탁금을 폐지하고 개인별 투자성향 및 위험감내도 평가로 대체
  - › 개인 소득 및 자산수준, 거래경험, 위험감내도에 기초하여 시장 참여 수준을 결정하는 것이 국제정합적

# 6. 협소한 장내파생상품 거래시간

- (현황) 장내파생상품의 거래시간은 경쟁 시장에 비해 상대적으로 협소
  - ▶ 미국은 24시간 거래체제이며, 주요국 모두 주식시장 거래시간 15분전부터 거래시작, 1시간후부터 종료

주요국 주식·파생시장 거래시간

국가	주식시장	파생시장		현물 대비 파생시간	
		주간	야간	시작	종료
한국	09:00~15:30	09:00~15:45	-	일치	15분 後
미국	09:30~16:00	24시간(전일18:00~17:00)		15시간30분 前	1시간 後
독일	09:00~17:30	01:10 ~ 22:00		7시간50분 前	4시간30분 後
일본	09:00~15:00	08:45~15:15	16:30~익일 06:00	15분 前	15시간 後
홍콩	09:30~16:00	09:15~16:30	17:15~익일 03:00	15분 前	11시간 後
싱가포르	09:00~17:00	08:30~17:20	17:50~익일 05:15	30분 前	12시간15분 後
호주	10:00~16:00	09:50~17:00	17:10~07:00	10분 前	15시간 後

자료: KRX 취합

- (문제점) 개장시각, 장종료시각, 야간거래, 공휴일거래 모두 협소하거나 불가능한 상황
  - ▶ 개장시각: 해외변수 영향력이 큰 국내증시 특성상 개장 초 변동성이 높으나, 파생시장 개장시각이 주식과 동일하여 파생상품의 가격발견을 통한 주식 변동성 완화 효과 제한적
  - ▶ 장종료시각: 당일 주식시장(기초자산) 종료 후 파생상품 포지션 조정을 위해 충분한 거래시간이 보장되어야 하나, 실시간으로 호가상황을 확인하고 파생상품 포지션을 조정할 수 있는 접속거래시간은 2분30초~5분에 불과
  - ▶ 야간거래: Eurex와 연계하여 코스피200선물 등의 야간거래를 제공하고 있으나, 연계 복잡성 등으로 인해 투자자 참여 제한적
  - ▶ 공휴일거래: 국내 파생시장은 법정 공휴일을 휴장일로 지정하고 있어 해외투자자는 리스크 관리를 위해 공휴일 거래 요구
- (개선방향) 효과적인 파생상품 거래를 위해서는 개장시각, 장종료시각, 야간거래, 공휴일거래 확대 또는 신규 서비스 필요

# 시장접근성 향상 위해 기존 규제 적정성 검토 필요

시장접근성 확대

유동성 증가

거래비용  
절감

자본시장  
경쟁력 제고

# 3. 규제예측성 이슈

# 1. 공매도 규제

- (현황) 팬데믹으로 시장 변동성 급격히 커지자 주식시장 안정화 명분으로 공매도 규제 시행
  - › 2020년 3월, 상장주식 전체에 대해 공매도 금지
    - 2008년과 2011년에도 공매도 전면 금지 사례
  - › 2021년 5월, KOSPI200, KOSDAQ150 편입 종목에 대해 공매도 부분허용
    - 공매도 규제 유지는 주요국 중 유일
- (문제점) 장기간(2.5년)의 규제에도 불구하고 향후 규제 방향 불확실
  - › 공매도 금지 시점의 시장 불안 해소(2020년 5~7월, 팬데믹 직전 지수 회복)에도 지속됨
    - 공매도 금지가 장기화 되면서 새로운 시장 불안 요인을 명분으로 한 규제 유지 또는 강화 움직임 대두
  - › 공매도잔고(0.01% 이상) 보고 의무 수준도 국제적으로 매우 엄격한 수준
    - 일본 0.2%, 영국 0.25%(금융주 등), 독일 0.2%, 프랑스 0.2%, 호주 0.01%



## 2. 시장조성자 및 유동성공급자 규제

### ○ (현황) 시장조성자에 대한 갑작스러운 규제로 시장조성 중단 또는 위축

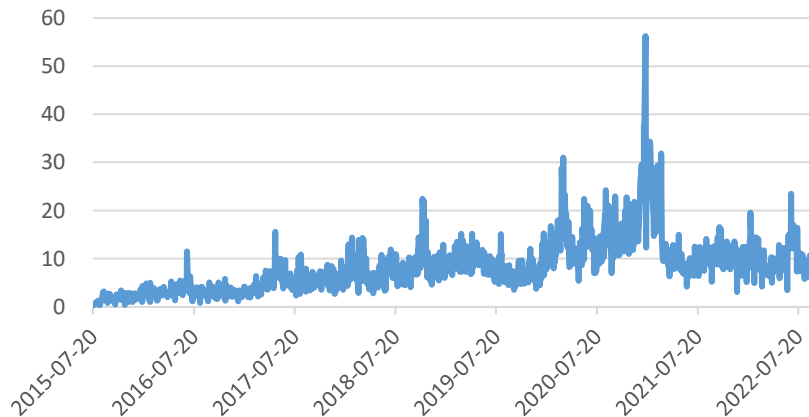
- › 2021년 9월, 9개 주식시장 시장조성자에 대해 반복적 호가 정정·취소로 인한 시세 부당영향 혐의로 487억원 과징금 부과 직후 시장조성활동 중단(2022년 7월, 과징금 부과 취소)
- › 2021년 3월, 미니KOSPI200 선물의 시장조성자에 대한 증권거래세 면제 중지 및 공매도 거래 금지 조치로 시장조성 활동 중단
- › 2012년 3월, ELW 유동성공급자에 대한 호가제공 제한(시장건전성 강화 방안) 이후 유동성공급 위축

### ○ (문제점) 시장조성자와 유동성공급자에 대한 규제 직후 유동성 급감

- › 규제 전후 각각 5개월 기간 미니KOSPI200 선물 거래량 57%, ELW 거래대금 92% 감소

#### 미니KOSPI200 거래량 추이

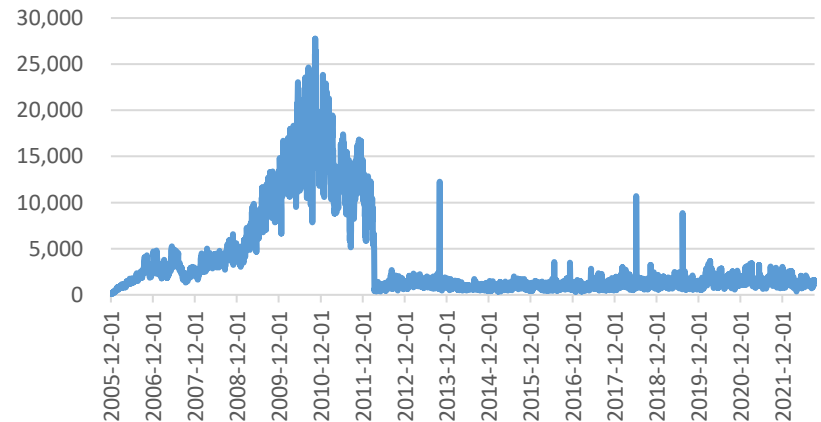
(단위: 만계약)



자료: KRX

#### ELW 거래대금 추이

(단위: 억원)



### 3. 알고리즘거래 및 저지연(low latency) 서비스 제한

- (현황) 국내 알고리즘거래(HFT 거래 등) 시장은 저지연 서비스 제한과 높은 수준의 증권거래세로 인해 장내파생상품시장의 외국인 투자자 거래로 국한
  - › 2010년대 초 ELW 시장 규제로 매매체결 속도 차등 서비스 도입 지체
  - › 증권거래세의 단계적 인하(0.3%→0.23%)에도 주요국 대비 큰 거래비용으로 주식시장의 알고리즘거래 제약
- (문제점) 2000년대부터 다양한 알고리즘거래가 활성화된 주요국 시장에 비교하여 주문체결 서비스 발달 지연으로 암묵적 거래비용 절감 수단 부족 및 리스크관리 선진화 지체 등 시장경쟁력 하락
  - › KRX의 주문서비스 유형은 7가지 주문유형과 2가지 주문조건으로 미국 252가지에 비해 제한적
    - 미국, 유럽 등에서는 대규모 거래자의 주문 정보 노출을 최소화하는 기법 등 다양한 주문유형 발달
    - 주요국에서는 저지연 서비스를 위해 DMA, Co-location 등 주문속도 경쟁 심화
  - › 국내 기관투자자의 총 거래비용(명목적 비용+암묵적 비용)은 외국인 투자자 대비 높은 수준
    - 2018년, 외국인 대비 연기금·보험 67bp, 공사모펀드 84bp(김준석, 2020) 거래 비용 추가 발생
  - › 알고리즘거래 활성화 지체로 주문체계 리스크관리 기법 개발도 지연되고 있음
    - 대량 주문 일괄 취소, 자전거래방지 등 시장안정 기법은 거래소 차세대 시스템 반영 예정

# 충분한 시간을 갖고 규제 방향에 대한 공감대 마련 필요



근거 기반

시장과 소통

일관된 방향

## 4. 국제정합적 규제방향

# 자본시장 규제 수립 원칙 준수 필요

## ○ 충분한 준비 시간을 가지고 근본적 해결방안 모색 필요

- › 미국, 영국 등: 새로운 금융규제 시행까지 1년 이상 장기간 소요
- › 한국: 사건발생 이후 몇 개월 내 사건 경과 및 최종 대책안 발표 관행

## ○ 전문가의 분석보고서에 근거하여 정책 수립 및 일관성 유지

- › 분석보고서에서 명시적으로 밝혀진 관계에 한정하여 대책 마련
  - 정황 및 심증이나 악화된 여론에 편승한 갑작스럽고 급격한 조치 벗어나야
- › 분석보고서 및 관련 절차를 문서(영문 포함)로 공개하여 규제 일관성 유지

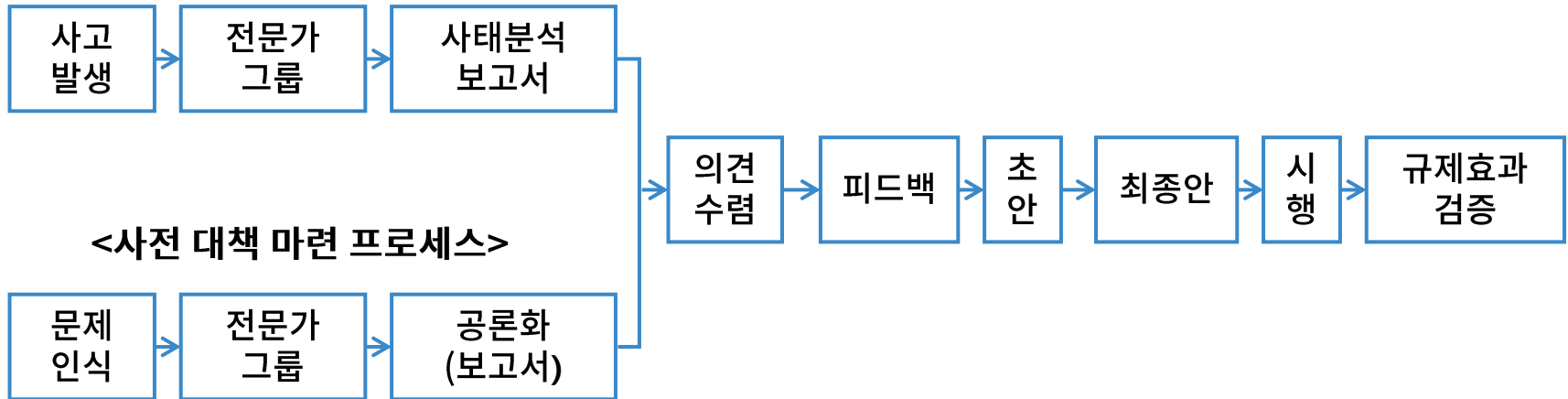
## ○ 투명한 수립 절차 및 피드백 절차 준수

- › 새로운 규제를 도입하는 경우 문제의식 단계부터 규제 수립 프로세스를 공개하고 시장참가자의 의견 수렴
- › 시행된 규제에 대해 사후 효과 검증 수행하고 문제점 수정
  - 영국 금융당국 FCA의 Discussion Paper, Consultation Paper, Feedback Statement, Policy Statement 보고서 발간 프로세스 참조

# 투명하고 일관된 규제 수립 프로세스 구축 필요

- 속전속결 문제 해결 방식 지양하고 근거에 기반한 투명한 규제 수립 프로세스 필요
  - › 영문 보고서를 함께 게재하고 시장참여자(외국인 투자자 포함)로부터의 피드백 필수적

## <사후 대책 마련 프로세스>





Thank You!